

為替レート制度の分類に関する覚書

飯 田 幸 裕

§ 1 イントロダクション

経済のグローバル化が進み、財・サービスや資本が各国間で大量にかつ速く動く現在、為替レート制度の役割の重要性が高まってきている。最適な為替レート制度に関する議論は、アジア通貨危機の後から再び活発になったが、その中では大きく分けて2つの主張がある。1つは、両極の解 (Corner Solutions) であり、発展途上国などは中間的制度を維持することができないため、変動レート制あるいはドル化や通貨同盟のような厳格な固定レート制へと押しやられていくとする主張である。Fischer (2001) は、通貨危機の影響を受けた国が中間的制度を維持することができなかったのは、国際資本フローに対して開放的になった国が、固定レート制と自国金融政策の両方を求めようとしたからであると説明している。¹⁾

もう1つは、両極の解が実際に現実のものとなることはなく、中間的制度 (Intermediate Regimes) が維持されるとする主張である。「中間的」という分類は難しいが、一般的には、慣習的な固定レート制やクローリング・ペッグ、一定の幅を持つバンドなど、いくつかの制度が含まれる。中間的立場を支持する結果を導出しているのが、Calvo and Reinhart (2002) である。彼らは、名目為替レートの変化率、対外準備の変化率、利子率の変化率に注目して、各国の通貨当局がIMFに申告している制度 (De jure の制度) が実際に採用されているかどうかを検証した。その結果として、De jure で変動レート制である国の名目為替レートは狭い範囲内の動きに留まることで固定レート制に近い動きを示

しており、De jure で管理フロート制としている国の名目為替レートに関しては、事実上固定されていた。また、対外準備の変化率に注目すると、De jure で変動レート制を採用しているほとんどの国が実際にはかなり大幅な介入を行っていることが示されている。彼らはこれを「変動に対する恐れ」 (Fear of floating) と呼んでいるが、このことは為替レート制度が変動レート制あるいは厳格な固定レート制の二極へ移行しているということではなく、介入政策を伴う中間的制度が維持されることを示している。

以上2つの主張は、維持可能な為替レート制度とはどのような制度かという観点から見たものである。後者の主張は、通貨当局が採ろうと考えている制度を実際には採ることができていない、あるいは何らかの事情があつて通貨当局が実際の制度を公表していない、ということの意味する。そこで、為替レート制度の選択に対する関心は、各国がIMFに申告する制度 (De jure の制度) と実際に採用されている制度 (De facto の制度) との違いへと展開した。De jure の制度は「各国の通貨当局がIMFに申告する」制度であるためわかりやすいが、De facto の制度とは「実際に採用されている」制度であり、現実採用されている為替レート制度を、名目為替レートの変化や対外準備の変化など何かしらの基準で示すことが必要であるため、先行研究における基準の数も種類も様々である。従って、分類そのものの恣意性を否定できない。

De facto の為替レート制度の分類を行っている先行研究としてReinhart and Rogoff (2002) とLevy-Yeyati and Sturzenegger (2003) の2つを挙げることができる。Reinhart and Rogoff

(2002) では、分類の基準として、公表されている為替レートだけではなく、並行為替レート（ブラックマーケット・レート）を導入、制度としても「ハイパーフロート」「自由落下（freely falling）」を含む14のカテゴリーを用いている。また、Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003) では、為替レートのボラティリティー、為替レート変化のボラティリティー、介入の代理変数として対外準備のボラティリティーを用い、27年間183カ国のデータに対するクラスター分析によりDe factoの制度の分類を試みている。

De factoの分類は、為替レート制度の分類がどうなっているかをできるだけ正確に把握しようとするものである。つまり、De factoという用語が必要になるのは、アナウンスされるものと実際の行動が異なっているからである。この違いがなぜ現れるのかについて説明しているのがAlesina and Wagner (2006) である。彼らは、「通貨当局によるアナウンスメントと行動が対応しない状況」に焦点を当てており、健全な組織を持つ国は、「変動に対する恐れ」の傾向があり、脆弱な組織を持つ国には「固定をアナウンスすることに対する恐れ」の傾向があるとしている。健全な組織であれば、変動レート制をアナウンスしていても、管理することが容易であるが、脆弱な組織であると、経済不安定や金融不安定が生じる可能性が高いため、逆に固定レート制をアナウンスすることができないということである。

以上の分析からわかることは、現時点では各国に共通の、最適な為替レート制度は見出されておらず、さらなる分析が必要であるということである。しかしながら、国際通貨制度が今後どのように移り変わっていくかを考察する上では、De factoの為替レート制度の分類を参考にすることは可能である。

本論では、De factoの為替レート制度分類に関する先行研究を概観する。そこからわかることは、公表されている為替レートや対外準備のデータを基準として用いる分類では「両極の解」

が示される傾向が強く、市場決定の為替レートあるいは歴史的事実などの基準を用いる分類では、中間的制度の分類の比率が高まると言うことができる。もっとも、2つの分類を比較するときに、より詳細な基準を用いている分類では、もう一方では固定レート制に分類されるものが固定以外に分類される、あるいは、大きく変動している為替レートでも変動レート制以外に分類されるなど、中間的制度の存在が大きくなるのは自然であるとも言える。

2節では、De factoの為替レート制度に関する先行研究の特徴を概観し、Esaka (2007) による分析を参考にそれらの基準および分類を比較する。3節では若干の考察を行い、課題を述べる。

§ 2 De factoの為替レート制度の基準

De factoの為替レート制度が問題とされるのは、各国がアナウンスする（IMFへ申告する）為替レート制度と、その国の通貨当局が実際に採用している制度が異なっていることがあるからである。しかしながら、アナウンスされるDe jureの制度と整合的かどうかを知るために、De factoの基準を自分で設定して確かめるということであれば、恣意性がまったくなくなるということはない。

現時点で妥当性が高いと考えられるDe factoの分類基準は名目為替レートであり、先行研究でもその分散や標準偏差が主として用いられている。名目為替レートの変動が大きいつきには変動レート制に近づき、変動が小さいときには固定レート制に近くなるという解釈である。

ここではDe factoの為替レート制度に関する主要な先行研究を概観し、分類と、その結果の特徴について考察を行う。

(1) Ghosh, Gulde, and Wolf (2002)

アナウンスされる制度と実際の制度が異なる、すなわち、De jureとDe factoが異なるという点

に注目した先駆的分析の1つがGhosh, Gulde, and Wolf (2002)である。彼らは、De jureとDe factoが同じになる制度を“consensus”の制度として、z-score（名目為替レートの月次変化率の2乗と月次変化率の分散を足したものの平方根）を用いてその検証を行った。

その結果、De jureの固定レート制については80.3%、De jureの中間的制度については30.6%、De jureの変動レート制については41.6%がDe factoの制度と同じであった。興味深いことは、固定レート制については19.7%、中間的制度については69.4%、変動レート制については58.4%が「アナウンスとは異なる制度」を通貨当局が採用している可能性があるということである。これについて、アナウンスと実際の行動が異なる、と考えるか、De factoの分類基準が少ないので、中間的制度を捉えることができていないと考えるかが、この後の先行研究に影響を与えているが、この結果から推測できることは、名目為替レートだけでは、固定レート制かそれ以外かを判断することしかできないのではないかということである。

(2) Calvo and Reinhart (2002)

De jureとDe factoの制度の違いをさらに明確な形で示した先駆的研究がCalvo and Reinhart (2002)である。彼らの大きな貢献は、変動レート制をアナウンスしている国のほとんどが実際には大幅な介入を行っていることを「変動に対する恐れ (Fear of floating)」と呼び「アナウンスとは異なる制度」をデータの検証に加えて、為替レート制度が厳格な固定レート制と変動レート制の両極へと移行していくとする両極の解は現実的ではなく、中間的制度が維持される可能性が十分にあることを示したことである。

彼らの基準は、名目為替レートの変化率、対外準備の変化率、利子率の変化の3つである。この3変数について、(IMFへ申告される) De jureの固定レート制 (peg)、限定的伸縮制

(limited flexibility)、管理フロート制 (managed floating)、変動レート制 (freely floating) がDe factoではどうなっているかを検証している。²⁾

その仮説であるが、名目為替レートの変化率がある範囲内に入る確率は、為替レートを安定化させる固定レート制の場合に最も高く、自由に為替レートが変動する変動レート制の場合に最も低いと考えられる。つまり、名目為替レートの変化率がある範囲内に入る確率は

- ①固定レート制
- ②限定的伸縮制
- ③管理フロート制
- ④変動レート制

の順序になることが予想される。他方、対外準備の変化率がある範囲内に入る確率は、基本的に介入のない変動レート制の場合に最も高く、為替レート安定化のために介入を行う固定レート制の場合に最も低くなると考えられる。つまり、対外準備の変化率がある範囲内に入る確率は

- ①変動レート制
- ②管理フロート制
- ③限定的伸縮制
- ④固定レート制

の順序になることが予想できる。その結果として、為替レートについては高い順に

- ①固定レート制
- ②限定的伸縮制
- ③管理フロート制
- ④変動レート制

であったが対外準備については高い順に

- ①限定的伸縮制
- ②管理フロート制
- ③固定レート制
- ④変動レート制

であった。名目為替レートについては予想と整合的であるが、対外準備については変動レート制の場合に最も対外準備の変動が大きく、変動レート制をアナウンスしている国が頻繁に介入

を行っていることを示している。

彼らは、変動レート制をアナウンスしている国が名目為替レートの変動をスムーズにしようと介入を行っていることを「変動に対する恐れ (Fear of floating)」と呼び、この行動には2つの要因があると説明している。1つは通貨当局による秘密介入であり、もう1つは、為替レート管理のために行われる利子率政策である。為替レートの大幅な変動が貿易に大きく影響する発展途上国などでは、為替レート変動を抑制するための介入が（秘密に）行われることも必要であろうし、特にパススルー効果が強く、為替レートの影響が自国物価に影響するような国では、利子率による為替レート管理の役割も重要であろう。

先に示したとおり、彼らの貢献は、名目為替レートと対外準備のデータを用いて、介入政策の利用に焦点を当てることにより、アナウンスされる制度と異なる制度を採用している国が多いことを示したことにある。しかしながら、ここでもDe factoの基準は、分析中に設定されており、通貨当局の行動の傾向を把むことはできているが、基準が恣意的であるという問題は依然として指摘されるべきものである。

(3) Reinhart and Rogoff (2002)

先の2つの分析は、データを用いて、通貨当局のアナウンスと実際の行動の違いを示すという点で非常に大きな貢献がある。しかしながら、実際の行動をより正確に表現する、つまり精度の高い分類を行うためには、基準をどれだけ詳細にできるかが必要になる。

De jureとDe factoの違いを見るために妥当性が高いと考えられるのは名目為替レートであるが、公表されている為替レートが必ずしも最も用いられているレートではないとして、市場で決定される為替レートを用いるべきとしたのがReinhart and Rogoff (2002) である。彼らの大きな貢献は、(市場決定レートが存在する場合には) 公表される為替レートよりも現実的で

あるそのレートを用い、さらに、為替規制や通貨改革のような為替レート制度に関する歴史的事実を導入してより詳細な分類を行ったことにある。

彼らは、1946年以降の153カ国について「自然分類」と呼ぶ方法で為替レートの分類を行っている。第1段階は、二重為替レートあるいは並行為替レート(ブラックマーケット・レート)があるかを調べ、ある場合にはその為替レートの5年間移動平均と12ヶ月のインフレ率、歴史的事実と合わせ、インフレが40%未満のときを①固定レート制、②バンド、③クローリング・ベッグ、④クローリング・バンド、⑤移動バンド、⑥管理フロート制、⑦変動レート制に分類する。他の分析と大きく異なるところは、40%以上の場合に⑧自由落下(Freely falling)とし、特に50%以上になる場合をハイパーフロートとして分類している点である。

市場決定レートがない場合には、公的なアナウンスメントがあるかを調べて、アナウンスメントがない場合には上記の①～⑧に分類する。アナウンスメントがある場合には統計的にアナウンスされた制度(De jureの制度)とDe factoの制度が整合的かどうかを検証する。そして整合的である場合は⑨個別の法的通貨がない、⑩アナウンスされた固定レート制あるいはカレンシー・ボード、⑪アナウンスされた±2%以内の幅のバンド、⑫アナウンスされたクローリング・ベッグ、⑬アナウンスされた±2%以内の幅のクローリング・バンド、⑭アナウンスされた±2%以上の幅のクローリング・バンドに分類する。もし整合性がなければ、上記の①～⑧に分類する。以上でDe factoの制度がDe jureの制度と整合的である分類、そうでない分類を合わせ14の詳細な分類が行われている。

彼らの自然分類の結果として、アナウンスされた固定レート制のうち45%は、De factoで固定レート制以外の制度であった。また、アナウンスされた管理フロート制のうち53%は、De factoでは固定レート制あるいはクローリン

グ・ペッグであった。

この分析の貢献は先に示したとおり、市場で決定される二重為替レートあるいは並行為替レートをを用い、歴史的事実を取り入れることで、より詳細かつ正確な分類を試みている点にある。³⁾ 金融政策のバロメーターとして市場で決定される為替レートは重要な要素であり、さらに、歴史的事実を考慮に入れることにより為替レート以外からDe factoの要素を取り入れることが可能になる。

しかしながら、詳細な分類はその時点の状況をできるかぎり正確に捉えるという点では貢献が大きいが、長期的な動向を見る場合に役立つかどうかは判断できない。De factoの基準が恣意性を持つかぎり、詳細な分類を正確な分類であると言うことも難しいが、詳細な分類を今後の為替レート制度選択にどのように役立てていくかを考えることは重要である。

(4) Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003)

De factoの為替レート制度を明示的に分類する先駆的研究がLevy-Yeyati and Sturzenegger (2003) である。名目為替レートと対外準備を用い、わかりやすい識別方法を取り入れたことに大きな貢献がある。

彼らは1974年から2000年までの183カ国のデータについて、クラスター分析を用い4つ(正確には5つ)の分類を行っている。分類に用いる変数は、名目為替レートのボラティリティー、名目為替レート変化のボラティリティー、対外準備のボラティリティーの3つである。

固定レート制であれば、名目為替レートのボラティリティーを減少させるために、対外準備の変化は相対的に大きくなる。また、変動レート制であれば、対外準備は相対的に安定しており、名目為替レートのボラティリティーは大きくなる。この考え方はCalvo and Reinhart (2002) の考え方と基本的に同じである。

これら3つの変数の動きに従って場合分けしたものが以下の表1である。変動レート制とダ

ーティーフロートはともに名目為替レートは変動するが、介入を基本的に行わない変動レート制と、介入を行うダーティーフロートでは対外準備のボラティリティーの大きさに違いが現れる。また、固定レート制では名目為替レートのボラティリティーは小さく、対外準備のボラティリティーは大きくなる一方、クローリング・ペッグでは、為替レートがある一定の動きに調整されるため、変化率の平均は変動するが、変化率の標準偏差は小さくなることが予想できる。3つのボラティリティーすべてが小さくなるというケースは、名目為替レートも安定しており、介入もあまり行われないDe factoの固定レート制ということもできるが、ここでは分類不能というカテゴリーに入るとされている。

表1 : Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003) によるDe factoの制度分類

分類基準	σ_e	$\sigma_{\Delta e}$	σ_r
分類不可能	低い	低い	低い
変動レート	高い	高い	低い
ダーティーフロート	高い	高い	高い
クローリング・ペッグ	高い	低い	高い
固定レート	低い	低い	高い

(出所) Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003, p.49) より著者作成

σ_e : 為替レートボラティリティー (名目為替レートの絶対月次百分率変化の平均)

$\sigma_{\Delta e}$: 為替レート変化ボラティリティー (名目為替レートの月次百分率変化の標準偏差)

σ_r : 対外準備ボラティリティー (外国為替市場における介入を反映する対外準備の変化にできるだけ近づけるために、通貨当局の純対外資産から政府預金を差し引いたものを介入用の対外準備であると定義している。)

彼らの分析結果として、1974年から2000年までの3335のサンプルについて、アナウンスされた(De jureの)固定レート制が56%に対して、

De factoの固定レート制は62%、アナウンスされた中間的制度が28%に対して、De factoの中間的制度が17%、アナウンスされた変動レート制が16%に対して、De factoの変動レート制は20%となっている。公表されているよりも実際に採用されているのが多いのは、固定レート制と変動レート制であり、中間的制度は実際に採用されていないということがわかる。

特徴的なのは、ブレトン・ウッズ体制崩壊後の固定レート制は減少しているが、1990年代はIMFの分類に比べDe factoの固定レート制の採用が安定していること、また、1990-2000においては「変動に対する恐れ」の比率は平均しておよそ56%になっており、中間的制度の採用は少しずつ減少しているものの、新興諸国と先進国以外の国については、両極の解が成立していないことである。

さらに、De factoの固定レート制を採用しているけれども、アナウンスされるのは固定レート制以外の制度であるケースが増加していることも示されている。1990-2000のサンプルでは、およそ29%がこのケースに該当しており、彼らはこの行動を「固定をアナウンスすることに対する恐れ (Fear of pegging)」と呼んでいる。⁴⁾

彼らの貢献は、入手可能で説明の容易な変数を用いて直感的に理解できる分類を行っている点にあるが、不胎化介入の役割や為替レート制度の内生性の問題などには対応することができていない。

Calvo and Reinhart (2002) でも示されたとおり、パススルーの効果が大きくなるような国、インフレーターゲットを設定している国は、たとえ為替レートが最終目標ではないとしても、安定した為替レートを好む傾向があり、この行動を固定レート制とするかどうかは議論となるところである。さらに、対外準備のボラティリティーの大きさによっては、制度を正確に識別できない可能性もある。

(5) Esaka (2007)

De jureとDe factoの分類に関する先行研究を丁寧に比較し、De factoの制度に関する要素をまとめているのがEsaka (2007) である。これまでの先行研究と同じく、「変動に対する恐れ」あるいは「固定をアナウンスすることに対する恐れ」のように、De factoの為替レート制度は、アナウンスされる (De jureの) 為替レート制度と整合的でないことがあるため、De jureの制度に基づく実証分析の結果にはバイアスがかかっており、為替レート制度に関する正確な描写を与えないという考え方にたっている。

そこで、Esaka (2007) では、為替レート制度を正確に描写する方法が必要であるとした上で、4つの分類を比較考量し、さらに「変動に対する恐れ」の要因について実証分析を行っている。ここではEsaka (2007) の先行研究比較の結果を参考として考察を行うが、IMF、Bubula and Ötoker-Robe (2002), Reinhart and Rogoff (2002), Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003) の分類が比較されている。簡略化のため、制度の分類基準をCalvo and Reinhart (2002) の説明で示した4分類に対応させ、「固定」「限定」「管理」「変動」とする。IMFの分類とそれぞれの分類はかなり異なっていることがわかる (Esaka (2007), pp.34-36)。

例えば、IMFの分類とBubula and Ötoker-Robe (2002) の分類の比較(1990-1998) では、先進国 (サンプル数55) 固定77.8%、限定23.5%、管理66.7%、変動12.7%がIMFの分類と異なっている。すなわち、IMFで「固定」に分類されている制度の77.8%は、Bubula and Ötoker-Robe (2002) では固定以外に分類されているということになる。また、新興諸国 (サンプル数167) では、固定10.4%、限定50%、管理72.7%、変動73.5%と、為替レートの変動性が高い制度についてIMFの分類との違いが出てきている。さらに、発展途上国 (サンプル数348) では、固定6.8%、限定74.4%、管理61.9%、変動60.8%となっており、固定レート制以外の制度でのギ

ャップが対照的である。

同じように他の先行研究についてもIMFの分類との違いが示されているが、どの分類についても「管理」など中間的制度に違いが大きく現れている。Reinhart and Rogoff (2002) において特徴的なのは、先進国についてBubula and Ötoker-Robe (2002) よりも「固定」に分類しているものが多いこと、また、新興諸国と発展途上国については、「管理」の分類に関して大きくIMFの分類と異なることである。Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003) では、2つの先行研究における分類に比べて、両極側（固定と変動）よりも中間的制度にIMFとの違いが多く、特に新興諸国でそれが顕著であり（限定96.2%、管理85.2%）、全体を通して、IMFの分類における中間的制度が両極に分類される比率が高くなっている。

1990年から2001年までの為替レート制度分類に関するデータを推定した上で、Esaka (2007) は以下のような結論を示している。まず、先進国にはFischer (2001) による“bipolar view”（いわゆる両極の解）が当てはまるが、新興諸国には厳密に当てはまるとは結論できない。これは、先進国について（詳細な分類基準を持っている）Reinhart and Rogoff (2002) の「固定」の分類が、IMFの分類と30%弱の違いがあるのに対して、（名目為替レートおよび対外準備のデータのみを用いる）Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003) の「固定」の分類はほぼIMFの分類と合っていることから理解できる。また、新興諸国についても、「管理」の分類で、Reinhart and Rogoff (2002) とIMFとでは70%強の違いがあり、確かに両極の解が成立するとは言いがたい。

さらに、Esaka (2007) の結論でも、IMFによる分類とDe factoの分類には乖離があることが示されているが、この乖離は、先進国や発展途上国よりも新興諸国で大きいとした上で、新興諸国および発展途上国では、先進国よりも「変動に対する恐れ」の行動が多く採られてお

り、先進国および新興諸国では、発展途上国よりも「固定をアナウンスすることに対する恐れ」が多く採られていると結論している。⁵⁾ 発展途上国よりも先進国や新興諸国でこの行動が採られているという結果は、Alesina and Wagner (2006) の結果とは若干異なっており、興味深いものである。

ここで、IMFの分類との違いを示した3つの先行研究のDe facto為替レート制度データをまとめてみる（Esaka, 2007, p.37）。

表2：De factoの分類の比較

	固定	中間 (限定＋ 管理)	変動
Bubula and Ötoker-Robe (2002)	48.7%	37%	14.3%
Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003)	56%	21%	23%
Reinhart and Rogoff (2002)	35.5%	45.4%	19.0%

（出所）Bubula and Ötoker-Robe (2002) およびReinhart and Rogoff (2002) についてはEsaka (2007, p.37 Table 1.15) より1990-2001のデータ、Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003) についてはLevy-Yeyati and Sturzenegger (2003, p.52) より1990-2000の平均をとったものである。

表2では、固定レート制の比率が高いことは共通しているが、それぞれの分析方法が影響しているのか、De factoの分類にある程度の特徴が見られる。Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003) の結果からは両極の解に近いものが示唆されている。⁶⁾ これは名目為替レートと対外準備のデータによる分類方法である影響が強く、中間的制度を正確に捉えることができていない可能性もあると考えられる。⁷⁾

他方、中間的制度を捉えることができているのが、Reinhart and Rogoff (2002) である。「限定」と「管理」を中間的制度と定義すれば、その比率は、Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003) で 21 %、Bubula and Ötcher-Robe (2002) で 37%、Reinhart and Rogoff (2002) では 45.4% である。分類を詳細にすればその分だけ両極に分類される数が相対的に減少し、中間的制度に分類されるものが増加するということはある程度理解できる。さらに、比率の高さとは関係ないが、Reinhart and Rogoff (2002) のもう 1 つの貢献は、変動レート制（変動レート制と自由落下（ハイパーフロートを含む））についても上手に分類ができていることであろう。

これらの 2 つの間にあるのが、Bubula and Ötcher-Robe (2002) の分類であると言える。基本的には IMF の分類に従っているが、分類基準を多くして分類を行っていることも影響して、2 つの分類の中間にあることがわかる。

彼らの De facto の分類から直感的にわかることは、公表されている名目為替レートを中心として基準に用いる分類では、両極の解に近い結果となり、二重為替レートあるいは並行為替レートのような市場決定レート、さらに歴史的事実を用いるような詳細な分類においては、前者に比べ中間的制度が多く採用されているという結果になるということである。その背景として、先に示したような「変動に対する恐れ」あるいは「固定をアナウンスすることに対する恐れ」の行動が挙げられる。Esaka (2007) でも、新興諸国と発展途上国は「変動に対する恐れ」の行動を採ることが多いということが結論で示されている。

§ 3 考察と課題

(1) その他の先行研究

以上で示した先行研究の他にも、De facto の為替レート制度を分析している研究は多い。Alesina and Wagner (2006) は、各国のどのよ

うな特徴が「変動に対する恐れ」などの行動へとつながり、為替レート制度に関するアナウンスメントが修正され、また現実の為替レートがアナウンスメントから乖離することになるのかということを検討している。その結果として、安定のシグナルとするために為替レートを固定できるような、健全な組織を持つ国は「変動に対する恐れ」の行動を示す傾向があり、他方、脆弱な組織を持つ国は「固定をアナウンスすることに対する恐れ」の行動を示す傾向があるとされている。この結果には、為替レートを管理することのできる力が通貨当局にあるかどうかという点も大きく関係している。また、Esaka (2007) の結論でも示されているが、固定レート制を選択する基準として、外貨建て債務の水準が挙げられている。

また、通貨同盟との関連で、De facto の分析を行っている先行研究もある。Schnabl (2004) は Calvo and Reinhart (2002) の分析方法をサンプル国に合うように修正し、①ユーロとドルに対する為替レート変動の測定、②ユーロとドルに対する対外準備変化の測定、③対外準備の変化をマネタリーベース比とし、変動幅を $\pm 5.0\%$ (Calvo and Reinhart (2002) では $\pm 2.5\%$)、④中央、東ヨーロッパ諸国における利子率の変動幅を $\pm 0.4\%$ (Calvo and Reinhart (2002) では $\pm 4.0\%$)、以上 4 つの修正により中央、東ヨーロッパ諸国の分析を行っている。その結果、中央、東ヨーロッパ諸国は、IMF の分類よりはるかに、ユーロに対する為替レート安定化が進んでいることが示されており、従って、中央、東ヨーロッパの為替レート戦略の統合が進むことによって、地域内の貿易統合がさらに進むということが示唆されている。為替レートの不確実性を排除できることは貿易統合にとっても重要であり、このことはアジアにおける共通通貨、それに近い制度の構築にとっても応用できることである。

（2）考察と課題

本論では、De factoの為替レート制度に関する先行研究を概観し、Esaka (2007) の結果に従って先行研究の比較を行った。この作業から確認できたことは、De factoの為替レート制度という観点から見ると、通貨当局の「変動に対する恐れ」あるいは「固定をアナウンスすることに対する恐れ」という行動が大きな役割を果たしていること、また、その基準は分析により異なるため恣意性があり、基準の内容や数によって両極と中間の比率に違いが表れるということである。

アナウンスされる（De jureの）制度とDe factoの制度に違いが生じることは、何らかの事情で通貨当局が為替レートに対する姿勢の変更を余儀なくされる（あるいは実際の制度をアナウンスできない）ことを反映している。De jureの制度が公表される当初の通貨当局の意図であり、De factoの制度が実際のデータから判断できる通貨当局の意図であるならば、その違いを生み出すものは、変更の原因となった要素であるので、グローバル化が進む現代において経済成長の途上にある国や通貨危機が生じた国であれば、制度の変更が頻繁に行われることも驚くべきことではない。そういう意味では、名目為替レートや対外準備などのデータによる分析と、歴史的事実を考慮に入れた分析が共存していることは望ましい。Reinhart and Rogoff (2002) の分析は、詳細な分類で、結果的にDe jureの制度も含んだ分析になっているが、変数の動きだけではない要素を取り入れ、「固定」「中間」「変動」の区分を明確にした貢献は大きい。しかしながら、頻繁に変化するということに対応できる詳細な分類は、個々の状況に対する正確性を高めるが、その状況で採られるべき制度を提言するものではない。

また、公表されている名目為替レートや対外準備を基準に用いる分類では両極の解に近い結果になり、二重為替レートあるいは並行為替レート、さらに歴史的事実を用いるような分類に

おいては、前者に比べ中間的制度が多く採用されているという結果になることを確認した。1990年代の為替レート制度を分類した結果について、Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003) では相対的に両極の解に近く、Reinhart and Rogoff (2002) では中間的制度の比率が高く、Bubula and Ötcher-Robe (2002) はちょうどその中間になっている。これらの分類の結果を詳細に比較検討するためには、独自の分類による結果を必要とするが、その結果を出すことができたとしても、Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003) よりも両極の解を支持する、Reinhart and Rogoff (2002) よりも中間的制度を支持する、あるいは、Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003) とBubula and Ötcher-Robe (2002) の間に入る、Reinhart and Rogoff (2002) とBubula and Ötcher-Robe (2002) の間に入る、という4つしかない。それでも、今後を予測する上で、両極の解を支持するのか、中間的制度を支持するのかということが明示されることは必要であろう。

為替レート制度の分類を行う意味には、ある状況に対して採られた制度を整理することにより、今後生じるであろう予測できない状況に対応できるということがある。アジア通貨危機における経験が、中国をはじめとするアジア諸国の為替レート制度選択に影響していることは間違いない。しかしながら、状況に対応した制度の整理を行うだけでは、これからの国際通貨制度に関する提言を行うことは難しい。例えば、アメリカの経済状況がよいときと、状況が大きく悪化したときとでは、これまで蓄積してきた為替レート制度選択に関する情報の効果も大きく異なる。最適な為替レート制度の選択へ向けて、いま制度の分類という観点からできることは、やはり各国の成長段階における為替レート制度採用の推移を詳細に捉え、複雑な状況に適合できる制度の情報を整理しておくことであろう。

終わりに、これからの国際金融制度について

現段階で推論できることは、世界経済の成熟度が少しずつ高まっていくことによって、先進国を中心として（介入を伴う）変動レート制が採用されながらも、中間的制度的特徴である「変動に対する恐れ」の行動は相対的に増加して、通貨を統合する動きが高まり、「両極の解」へのトレンドが強まっていくことである。従って、世界全体における通貨の数は減少すると考えられる。その移行プロセスにおいて、中間的制度としての管理フロート制の役割は現在最も高いと言えるであろう。⁸⁾ 通貨の数が減少し、現在のユーロのような通貨圏が相対的に増加して、それぞれに対して変動するような国際通貨制度になったときには、詳細な分類の必要性は減少し、最適な為替レート制度に関する議論では、世界で使われる通貨の数に焦点が当てられていると考えられる。それまでは、為替レート制度の分類が潜在的に持つ役割は大きい。

本論は科学研究費補助金（若手研究B：課題番号18730176）の助成により行われた研究成果の一部である。

参考文献

- Alesina, A. and Wagner, A. F., (2006) "Choosing (and Reneging on) Exchange Rate Regimes", *Journal of the European Economic Association* 4 (4), pp.770-799.
- Bubula, A. and Ötker-Robe, İ., (2002) "The Evolution of Exchange Rate Regimes since 1990: Evidence from De Facto Policies", IMF Working Paper No. 02/155, September.
- Calvo, G. and Reinhart, C., (2002) "Fear of Floating" *Quarterly Journal of Economics* 117 (2), pp.379-408.
- Esaka, T., (2007) "De facto Exchange Rate Regimes in Emerging Market Countries, 1990-2001: Some Empirical Evidence", in Hisayuki Mitsuo (ed.), *New Developments of the Exchange Rate Regimes in Developing Countries*, Institute of Developing Economies, JETRO, pp.8-58.
- Fischer, S., (2001) "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Journal of Economic Perspectives* 15, pp.3-24.
- Frankel, J. A., (1999) "No Single Currency Regime

- is Right for All Countries or at All Times", NBER Working Paper No.7338.
- Frankel, J. A., Fajnzylber, E., Schmukler, S. L., and Servén, L., (2001) "Verifying Exchange Rate Regimes", *Journal of Development Economics* 66, pp.351-386.
- Ghosh, A. R., Gulde, A., and Wolf, H. C., (2002) *Exchange Rate Regimes Choices and Consequence*, Cambridge, MA: The MIT Press.
- Hernández, L. and Montiel, P. J., (2003) "Post-crisis exchange rate policy in five Asian countries: Filling in the "hollow middle"?", *Journal of the Japanese and International Economies* 17, pp.336-369.
- International Monetary Fund, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, various issues, Washington: International Monetary Fund.
- Levy-Yeyati, E. and Sturzenegger, F., (2003) "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words", Universidad Torcuato Di Tella. Available at <http://www.utdt.edu/~ely/>. Now available as 2005, *European Economic Review* 49 (6), pp.1603-1635.
- Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S., (2002) "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", NBER Working Paper No. 8963, May. Now available as 2004, *Quarterly Journal of Economics* 119 (1), pp.1-48.
- Schnabl, G., (2004) "De jure versus De facto Exchange Rate Stabilization in Central and Eastern Europe", *Aussenwirtschaft* 59 (2), pp.171-190.
- Shambaugh, J. C., (2004) "The Effects of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy", *Quarterly Journal of Economics* 119 (1), February, pp.301-352.

注

- 1) 両極の解についてFischer (2001)は"the bipolar view"と呼んでいるが、その他にも "the hypothesis of the vanishing intermediate regime" (Frankel, 1999), "the missing middle" (Frankel, Fajnzylber, Schmukler, and Servén, 2001), "the hollow middle" (Hernández and Montiel, 2003) という呼び方もされている。
- 2) 彼らの分析においては、1970年1月から1999年11月までの39カ国の月次データが用いられており、名目為替レートと対外準備は±2.5%、利子率は±4.0%でその範囲内に入った確率が求められている。
- 3) 市場決定の並行レートをを用いると、為替レート

政策の歴史が非常に違って見えてくるという。
例えば、固定レート制であるとされているブレ
トン・ウッズ時代の初期には、De factoの変動
レート制が一般的であった。他方1980年代以後
には変動レート制がアナウンスされていても、
De factoの固定レート制、クローリング・ペッ
グ、狭いバンドが多いという。

- 4) Esaka (2007, p.10) では、より正確に “fear of announcing a peg” と表現している。
- 5) 「変動に対する恐れ」の行動を採る国には、通貨ミスマッチが大きい国があることも示されて

いる。

- 6) 両極の解とは、ドル化、カレンシー・ボード、通貨同盟のような厳格な固定レート制あるいは、変動レート制の両極へ移行するとする主張であるため、表2の「固定」の分類とは若干異なる。
- 7) Shambaugh (2004) でも名目為替レートの変化について、1%、2%のバンド幅など5つの基準で分類を行っている。
- 8) 管理フロート制は、変動レート制と固定レート制の両方の特徴を持ち合わせている柔軟な制度と言うこともできる。